١ أبريل ٢٠١٤

قطاع المصارف والخدمات المالية السعودي - البدء بالتغطية

العودة إلى الأمام؛ نظرة إيجابية

ديبانجان راي
dipanjanray@fransicapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبد العزيز جودت
AJawdat@Fransicapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦

يرجى الرجوع الى شروط الاستخدام الهامة، واخلاء المسؤولية والإفصاحات المذكورة في التقرير

بيئة إيجابية

نبدأ بتغطية المصارف الاسلامية السعودية بنظرة متفائلة نسبياً. بالنظر إلى قوة الاقتصاد الكلي والمبادرات الحكومية لتطوير القطاع غير النفطي، مما ينعكس في توافر فرص لنمو المصارف في المملكة العربية السعودية. وعلى الرغم من وتيرة النمو الذي يشهده قطاع التسهيلات الائتمانية (بما يقارب ١٢٪ في عام ٢٠١٣ مقابل ١٧٪ في عام ٢٠١٢ و١١٪ في عام ٢٠١١)، إلا أن أداء القطاع لا يزال دون المستوى بالنسبة للقطاعات المدرجة في مؤشر سوق التداول الرئيسي خلال السنوات الثلاثة (مؤشر السوق الرئيسي: ٤٥٪ مقابل مؤشر المصارف السعودية: ١٩٪)، وذلك نتيجة للمخاوف المتعلقة بجودة الاصول وقد ينخفض الأداء أكثر في المرحلة الحالية بسبب التباطؤ المتوقع في أعمال قطاعات البناء والتطوير العقاري. هنالك عوامل إيجابية في القطاع من شأنها أن تعوض أثر المخاوف السابقة وهي-(أ) النمو الائتماني، (ب) توقعات أكثر إيجابية للدخل من الرسوم و(ج) نشوء فرص في تمويل الأفراد – ستؤدي كل هذه العوامل المذكورة إلى وجود فرص لنمو الأرباح {يبلغ معدل النمو السنوي المركب لأرباح المصارف الإسلامية ١٨٪ خلال أعوام من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ (متوقع)}.

نظرة إيجابية: نتوقع أن يستمر النمو السنوي للتسهيلات الائتمانية بمعدل يتراوح ما بين ١٠٪ إلى ١٢٪ خلال الثلاث السنوات قادمة. بالإضافة إلى النمو في تمويل الشركات، وايضاً قوة طلب الأفراد للتمويل – الأمر الذي يعد من إيجابيات المصرف. وبجانب صافي التمويل ونمو دخل الاستثمارات، فلا تزال نظرة الدخل من الرسوم مشجعة على خلفية نمو التسهيلات الائتمانية وزيادة مبيعات الصفقات وارتفاع التجارة المالية ونمو حجم التداول في السوق. بشكل عام، فإننا نتوقع زيادة دخل الرسوم بمعدل سنوي ١٢٪ (متوقع) للعام ٢٠١٤ للمصارف الاسلامية الاربعة المدرجة وان تشكل نسبة تقارب ٢٢٪ من إجمالي دخل المصارف.

تغيرات إيجابية لسعر الفائدة ومزيج الودائع جيد: إن المصارف الإسلامية في المملكة العربية السعودية ليست في مأمن من تغيرات سعر الفائدة. نعتقد أن وجود بيئة تضمن أسعار الفائدة من مستقرة إلى مرتفعة، خلال المستقبل القريب، هو أمر أساسي ومرغوب لتحقيق استثمارات إيجابية، ولكنه يرفع من المخاطر على الدخل الناجم عن الأنشطة التمويلية والاستثمارية.

بالإضافة لما سبق، فإن ارتفاع نسبة الودائع تحت الطلب ذات التكلفة المنخفضة (ما يقارب ٦١٪ من إجمالي ودائع نظام المصارف؛ وفي حين تبلغ في الراجحي: ٨٩٪ وبنك البلاد: ٧٨٪) سيساهم في استمرار التحكم بتكلفة الحصول على الأموال في المصارف السعودية. في ظل احتدام المنافسة، فإن ارتفاع عوائد تمويل الأفراد الذي يتم تمويله من الودائع تحت الطلب منخفضة التكلفة، سيوفر فرصة لاتساع هوامش الربح. وبالإضافة لما سبق، يتوقع استفادة المصارف (خاصة التي تتميز بتواجد أكبر في قطاع تمويل الأفراد) من فرص تمويل الرهن العقاري، وذلك في حال وجود المزيد من الوضوح في إجراءات الرهن العقاري.

عدم وجود مخاوف رئيسية تتعلق بجودة الأصول: من المستبعد حالياً حدوث تراجعات كبيرة على إثر مخاوف متعلقة بجودة الأصول، ولا سيما من تلك الناجمة عن ديون الشركات المتعثرة أو عن التباطؤ الطويل في أعمال قطاعات البناء والتشييد والتطوير العقاري. تبلغ حالياً نسبة تغطية المخصصات الأساسية للتسهيلات الائتمانية المتعثرة (تشكل نسبة ١,٤٪ من إجمالي محفظة التمويل) ١٦٥٪ في المصارف الاسلامية السعودية.

نبدأ تغطية مصرف الراجحي ومصرف الإنماء بتوصية "شراء": إن نمو الحجم والفرص الناشئة في أعمال قطاع الأفراد وارتفاع الدخل من الرسوم تدعم تحسن العائد الى متوسط حقوق الملكية للمصارف (يتراوح متوسط العائد الى حقوق الملكية للمصارف الاسلامية المتوقع للعام ٢٠١٤ ما بين ٨٪ إلى ٢٠٪). أيضاً، يمكن أن تؤدي الكفاءة في العمليات المصرفية إلى ارتفاع متوسط العائد الى حقوق الملكية للمصارف الصغيرة. **بداية التغطية لقطاع المصارف بـ "شراء" لمصرف الراجحي ومصرف الإنماء، و"احتفاظ" لكل من بنك البلاد وبنك الجزيرة:** فيما يتعلق بمصرف الراجحي، فإنه بالرغم من تزايد حدة المنافسة (خاصة في أعمال تمويل الأفراد)، إلا أن كفاءة المصرف في إدارة التكلفة (نسبة التكلفة إلى الربح المتوقعة للعام ٢٠١٤ هي بحدود ٢٩,٦٪) مع نسبة ٢٧٪ من الفروع، بالإضافة لتاريخه الموثوق في الإدارة النوعية لأصول قطاع الأفراد يؤدي إلى ارتفاع العائد الى متوسط حقوق الملكية (متوقع للعامين ٢٠١٤ و٢٠١٥ بنسبة تزيد عن ١٩٪). من المرجح أن يؤدي الطلب من قبل قطاع الشركات إلى تحفيز نمو أرباح مصرف الإنماء (نمو متوقع بمعدل سنوي مركب خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ بنسبة ٢١٪)، مع توقع ارتفاع العائد إلى حقوق الملكية من ٨٪ في العام ٢٠١٤ إلى ما يقارب ١١٪ في العام ٢٠١٨.

ملخص التوصية

الشركة	التوصية	السعر	السعر المستهدف	التغير
الراجحي	شراء	٧٤,٨	٨٥,٠	٪١٣,٦
الإنماء	شراء	١٨,٧	٢١,٠	٪١٢,٣
البلاد	احتفاظ	٤٢,٦	٤٦,٠	٪٨,٠
الجزيرة	احتفاظ	٤١,٨	٣٩,٠	٪٦,٧-

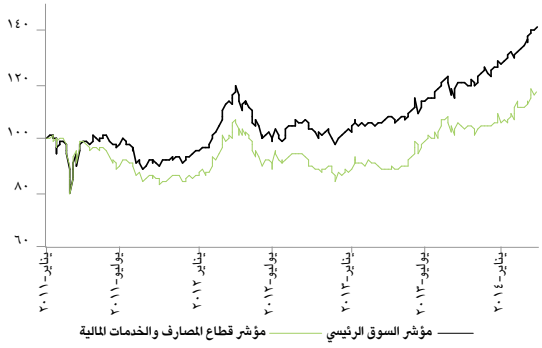
* السعر كما في ٣١ مارس ٢٠١٤.

ملخص التقييم المتوقع للعام ٢٠١٤

الشركة	مكرر الربحية (مرة)	مكرر القيمة الدفترية (مرة)	عائد توزيع الربح (٪)	العائد الى متوسط حقوق الملكية (٪)
الراجحي	١٤,٠	٢,٦	٣,٦	١٩,٩
البلاد	١٩,٩	٣	١,٨	١٥,٩
الانماء	٢٠,٤	١,٥	٠	٧,٨
الجزيرة	١٦,٩	٢	٠	١٢,٢

المصدر: الشركات وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال

حركة أسعار أسهم شركات المصارف والخدمات المالية مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: بلومبرغ

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبد العزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦

السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل
هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

الملخص

المصارف الإسلامية المدرجة

شمل هذا التقرير نتائج الأبحاث لتغطية جميع المصارف الإسلامية الأربع المدرجة في السوق المالية السعودية (٢٣٪ من إجمالي قطاع المصارف كما في نهاية العام ٢٠١٣، و٤٠٪ من إجمالي الرسملة السوقية لقطاع المصارف و٨٤٪ من إجمالي حجم التداول اليومي للمصارف الإحدى عشر السعودية المدرجة كما في تاريخ ٢٧ مارس ٢٠١٤). يعد سهم مصرف الراجحي ومصرف الانماء الخياران الأفضل ضمن قطاع المصارف الإسلامية السعودية بتوصية "شراء"، وفي حين تم تصنيف أسهم المصارف الإسلامية السعودية الاثنان الآخران على أساس "احتفاظ" ونظرة "ايجابية" الى حد معين لبنك البلاد لوجود فرصة لارتفاع العائد الى متوسط حقوق الملكية؛ عموماً يتداول حالياً بعلاوة مكرر قيمة دفترية لعام ٢٠١٤ (متوقع) تبلغ ٣ مرة بحسب توقعاتنا عن المصارف المشابهة، مما يدفعنا لالتزام الحياد. توزيعات الأرباح المتوقعة تزيد من اهتمام المستثمرين، حيث لا يتوقع أن يعلن مصرف الإنماء عن توزيعات أرباح قبل عام ٢٠١٥ (متوقع)، وفي حين يتوقع أن يعلن بنك البلاد في عام ٢٠١٤ عن توزيعات أرباح (ليكون بذلك العائد السنوي للربح الموزع إلى سعر السهم الحالي للعام ٢٠١٤ "متوقع" ١,٧٪ بحسب توقعات السعودي الفرنسي كابيتال؛ مقابل متوسط التوقعات: ٠,٦٪)، وبالنسبة لبنك الجزيرة، من المتوقع أن يعلن عن توزيعات أرباح عن العام ٢٠١٥ (متوقع) (ليكون بذلك العائد السنوي للربح الموزع إلى سعر السهم الحالي ١,٨٪ بحسب توقعات السعودي الفرنسي كابيتال مقابل متوسط التوقعات البالغ ١,٤٪).

السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل
هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

ملخص التوصية

	مصرف الراجحي	مصرف الانماء	بنك البلاد	بنك الجزيرة	متوسط القطاع*
توقعات النمو (معدل نمو سنوي مركب متوقع لاعوام ٢٠١٣ - ٢٠١٨)					
الأرباح	٪١٠	٪١٩	٪٢٢	٪٢٠	٪١٨
صافي محفظة التمويل	٪٩	٪١٦	٪١٦	٪١٢	٪١٣
الودائع الخاصة	٪٨	٪١٦	٪١٨	٪١١	٪١٣
الربحية والكفاءة ^					
صافي هامش التمويل	٪٣,٥	٪٣,٠	٪٣,٣	٪٢,١	٪٣,٠
التكلفة / الربح (قبل انخفاض القيمة)	٪٢٩	٪٥٣	٪٤٣	٪٥٧	٪٤٦
السيولة ^					
الأصول المتداولة / مجموع الأصول	٪١٦	٪٢٨	٪١٦	٪١٧	٪١٩
صافي التمويل / ودائع العملاء	٪٨١	٪٨٠	٪١٠٥	٪٧٣	٪٨٥
جودة الأصول ^					
المخصصات/اجمالي التمويل	٪٢,٣	٪٣,٧	٪١,١	٪١,٩	٪٢,٢
المخصصات/المتعثرة	٪١٤٤	٪١٩٤	٪١٧٠	٪١٥٤	٪١٦٥
قوة المركز المالي ^					
حقوق الملكية / اجمالي الموجودات	٪١٤	٪١٤	٪٢٧	٪١٠	٪١٦
الفئة الأولى من رأس المال	٪١٨	٪١٦	٪٣٥	٪١٢	٪٢١
معايير العائد (٢٠١٤ متوقع)					
العائد الى متوسط الأصول	٪٢,٧	٪٢,٢	٪١,٧	٪١,٢	٪٢,٠
العائد الى متوسط حقوق الملكية	٪٢٠	٪٨	٪١٦	٪١٢	٪١٣
الربح الموزع (٪)	٪٣,٦	٪٠	٪١,٨	٪٠,٠	٪١,٢
التقييم (٢٠١٤ متوقع)					
السعر/الارباح (مرة)	١٤	٢٠,٤	١٩,٩	١٦,٩	١٧,٨
السعر/الربح من دون المخصصات (مرة)	١٠,٧	١٨,٢	١٥,٦	١٢,٧	١٤,٣
السعر/القيمة الدفترية (مرة)	٢,٦	١,٥	٣	٢	٢,٣

التوصية	**شراء**	**شراء**	**احتفاظ**	**احتفاظ**
السعر المستهدف (ر.س.)	**٨٥,٠**	**٢١,٠**	**٤٦,٠**	**٣٩,٠**
نسبة التغير (٪)	**٪١٤**	**٪١٢**	**٪٨**	**٪٧-**
سعر السوق الحالي (ر.س.)	**٧٤,٨**	**١٨,٧**	**٤٢,٦**	**٤١,٨**

المصدر: تحليلات السعودي الفرنسي كابيتال

* أربعة مصارف اسلامية تحت التغطية

^ وفقاً للقوائم المالية للعام ٢٠١٣

السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل
هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

مصرف الراجحي

فئة مستقلة بذاتها

نبدأ تغطيتنا لمصرف الراجحي (RJHI AB/١١٢٠) بتصنيف "شراء": وبسعر مستهدف يبلغ ٨٥,٠ ر.س.، وبذلك يكون لدى السهم فرصة للارتفاع بنسبة تقارب ١٤٪. يعتبر مصرف الراجحي أحد المصارف الإسلامية الرائدة عالمياً، ويتداول سهمه حالياً بمكرر قيمة دفترية للعام ٢٠١٤ يبلغ ٢,٦ مرة (وفقاً لتقديراتنا)، وذلك مكرر مرتفع مقارنة بالمصارف المشابهة في المملكة ودول مجلس التعاون الخليجي التي يبلغ متوسط مكرر القيمة الدفترية فيها ١,٥ مرة و١,٦ مرة على التوالي. يجب الأخذ بعين الاعتبار أن ارتفاع التقييم لمصرف الراجحي يأخذ من منظور انتشار عدد الأفرع والحجم ومركزه المتقدم في تمويل الأفراد، حيث أنه الأفضل في فئته من ناحية معايير التكلفة وبعائد متوقع على متوسط حقوق الملكية يقارب ٢٠٪ مقابل ١٣٪ لمتوسط المصارف المشابهة في المملكة.

تميز استراتيجي بالحجم والانتشار في السوق: بالنظر إلى حجم المصرف (حصة سوقية من الفروع ٢٧٪ في عام ٢٠١٣) وتواجده في السوق (ما يقارب ١٧٪ من سوق التمويل)، يكون مصرف الراجحي في وضع يؤهله للاستفادة من سوق أعمال التمويل الشخصي في المملكة، والذي يشمل أعمال الرهن العقاري. يتوقع أن يكون نمو أرباح المصرف من رقم فردي بسبب حجمه الكبير (النمو المتوقع في الأرباح للأعوام ٢٠١٤، ٢٠١٥، و٢٠١٦ يبلغ ٨٪، ٥٪، و١٠٪ على التوالي). نحن نتوقع نمو الأرباح بمعدل سنوي مركب يقارب ٨٪، بينما يستمر العائد على حقوق الملكية بين ١٩٪ و٢٠٪ إذا لم يحدث أية تطورات سلبية على مستوى الاقتصاد الكلي.

ستبقى الهوامش ذات أهمية، الإيجابيات في انخفاض تكلفة الحصول على الأموال وانخفاض المصاريف: تراجع هامش صافي التمويل خلال الخمس سنوات الأخيرة (وصل إلى ٣,٥٪ في العام ٢٠١٣ من ٥,٩٪ في العام ٢٠٠٨) نتيجة المنافسة، ونتوقع أن يتوقف التراجع بمقدار ٥٥ نقطة أساس ليصل إلى متوسط المصارف الإسلامية البالغ ٣,٠٪ وذلك مع استمرار التركيز على قطاع الخدمات المصرفية للأفراد والتي تمثل ما يقارب ٦٩٪ من اجمالي التمويل وما يقارب ٧٣٪ من الأرباح. من المرجح استمرار انخفاض تكلفة الحصول على الأموال بسبب ارتفاع نسبة الودائع تحت الطلب الى اجمالي الودائع والتي تصل إلى ما يقارب ٨٩٪ من اجمالي الودائع. على المستوى التشغيلي، يتميز المصرف بأقل هيكل تكلفة، وذلك واضح من نسبة المصاريف إلى الأرباح التي بلغت في العام ٢٠١٣ نسبة ٢٩٪ مقابل متوسط النسبة للمصارف الإسلامية المتخصصة بحدود ٤٥,٦٪.

رسملة جيدة: يتمتع مصرف الراجحي برأس مال قوي من الفئة الأولى وصل إلى ١٨,٥٪ في العام ٢٠١٣، كما بلغت نسبة صافي القروض إلى الودائع ٨١٪ في نفس السنة ومتوقع أن تصل إلى ٨٢٪ خلال العام ٢٠١٤. نحن نتوقع نمو أعمال الإقراض بمعدل سنوي مركب يقارب ٨٪ مع نمو الودائع بمعدل سنوي مركب يقارب ٧٪ خلال فترة التوقعات من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨.

استمرار التركيز على تمويل العملاء: لدى مصرف الراجحي تاريخ من التركيز على جودة الأصول، خاصة على مستوى التمويل الشخصي مما يعد أمراً إيجابياً. لقد تحسنت جودة الأصول، ووصلت نسبة الديون المتعثرة ١,٦٪ فقط في عام ٢٠١٣ (ما يقارب ٣,٣٪ في العام ٢٠٠٩)، كما بلغت مخصصات التغطية الأساسية ١٤٤٪ في العام ٢٠١٣، وبالرغم من توقع تراجع نسبة الديون المتعثرة خلال فترة التوقعات إلى ما بين ١,٧٪ و١,٩٪، الا أنه من المرجح استمرار معدلات التغطية حول مستواها المرتفع.

أهم نقاط القوة والمخاطر لدى مصرف الراجحي: يتميز مصرف الراجحي بالحجم الكبير، تغطية سوق الخدمات المصرفية للأفراد، انخفاض تكلفة الحصول على الأموال، أفضل هيكل تكلفة في القطاع، رسملة المركز المالي بشكل جيد، وعائد مغري لنسبة توزيع الأرباح إلى صافي الربح المتوقعة لعام ٢٠١٤ بنسبة ٣,٦٪. أهم المخاطر التي يتعرض لها المصرف تكمن في الضغط على هوامش الربح بسبب المنافسة على منح التمويل والحصول على الودائع في قطاع الخدمات المصرفية للأفراد.

ملخص التوصية

التوصية	شراء
السعر المستهدف (ر.س.)	٨٥,٠
التغير (٪)	١٣,٦٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق*	ر.س.	٧٤,٨٠
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	١١٢,١٢٥
عدد الأسهم القائمة	مليون	١,٥٠٠
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٨١,٢٥
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٦٤,٠٠
التغير في السعر لآخر ثلاث شهور	٪	٢,٤
ربح السهم المتوقع للعام ٢٠١٤	ر.س.	٥,٣٥
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	1120.SE	RJHI AB

* السعر كما في ٣١ مارس ٢٠١٤.

بنية المساهمة (٪)

شركة اوقاف سليمان بن عبد العزيز الراجحي	١٩,٦٪
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	١٠,١٪
عبد الله عبد العزيز صالح الراجحي	٦,٠٪

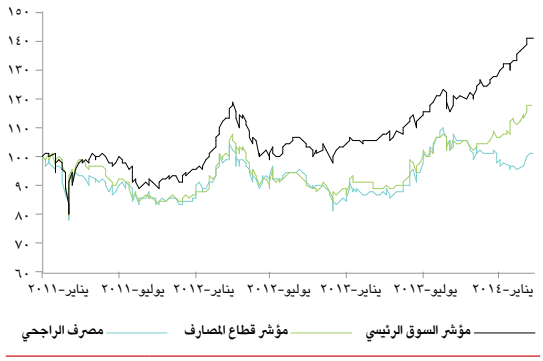
التقييم

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
مكرر الربحية (مرة)	١٤,٠	١٣,٣
مكرر السعر إلى الربح قبل المخصصات (مرة)	١٠,٧	٩,٨
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٢,٦	٢,٤

أهم المؤشرات

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
العائد الى متوسط حقوق الملكية (٪)	١٩,٩	١٩,٠
العائد الى متوسط الأصول (٪)	٢,٨	٢,٧
الربح الموزع الى السعر (٪)	٣,٦	٣,٩

حركة أسعار أسهم مصرف الراجحي مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: تداول، بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال

يرجى الرجوع الى شروط الاستخدام الهامة، واخلاء المسؤولية والإفصاحات المذكورة في التقرير

السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل
هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

مصرف الانماء

قصة نمو

نبدأ التغطية بتوصية "شراء"؛ نبدأ تغطيتنا لسهم مصرف الإنماء (ALINMA AB/١١٥٠) بتوصية "شراء" مع سعر مستهدف يبلغ ٢١,٠ ر.س.؛ بما يشير إلى احتمال ارتفاعه بنسبة ١٢,٣٪ عن سعر إغلاق يوم أمس. يتداول سهم البنك بمكرر قيمة دفترية يصل متوسط التوقعات له ١,٤ مرة لعام ٢٠١٤ (توقعات السعودي الفرنسي كابيتال لمكرر القيمة الدفترية ٢٠١٤: ١,٥ مرة)، وكما يأتي متوافقاً مع المتوسط لقطاع المصارف السعودية البالغ ١,٥ مرة، إلا أنه أقل من المتوسط لدى مصارف دول مجلس التعاون الخليجي بحدود ١,٦(مرة). يدعم رأس مال البنك القوي خطط المصرف التوسعية، لكن التقييم يعكس عوامل مهمة (العائد الى متوسط حقوق الملكية لعام ٢٠١٤ متوقع: ٧,٨٪ وعام ٢٠١٥ متوقع: ٨,٨٪) مما تمثل تحدياً أساسياً نظراً لزيادة حقوق الملكية في قائمة المركز المالي للمصرف.

نظرة إيجابية بنمو الأرباح، ولكن مع انتظار ارتفاع العائد على حقوق الملكية: يرجح أن تستمر وتيرة النمو لمصرف الإنماء بدعم من الطلب على قطاع تمويل الشركات، التي بدورها جاءت مدفوعة بالمبادرات الحكومية لتطوير البنية التحتية (وخاصة للقطاعات غير النفطية). تشير توقعات السعودي الفرنسي كابيتال إلى نمو المحفظة التمويلية للمصرف بمعدل سنوي مركب يصل إلى ١٦٪، وفي حين يتوقع نمو الأرباح بمعدل سنوي مركب يبلغ ٢١٪ خلال فترة أعوام من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨.

هوامش تمويلية جذابة وكفاءة في إدارة التكلفة: يتميز مصرف الإنماء بهوامش جذابة (٣,١٪: ٢٠١٣) على الرغم من تركيز أعماله على قطاع الشركات، وهذا يعود بالدرجة الأساسية إلى طبيعة التمويل الطويل الأجل مما يعني الحصول على عوائد ربحية أعلى، حيث تُمكن قاعدة رأس مال المصرف القوية من تمويل مشاريع طويلة الأجل. يتوقع أن يتراوح الهامش التمويلي لمصرف الإنماء حول ٣٠٠ نقطة أساس خلال فترة التوقعات. يعد تمويل الشركات والمشورة من المصادر الرئيسية لدخل الرسوم (وذلك بنسبة تقارب ٤٥٪ من إجمالي دخل الرسوم في عام ٢٠١٣)، وكما يتوقع أن تنمو بمعدل سنوي مركب يبلغ ١٣٪ خلال فترة أعوام (من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ متوقع). وبالإضافة لما سبق، يعمل مصرف الإنماء ضمن بيئة هيكلية تضمن الكفاءة في إدارة التكلفة (نسبة التكلفة إلى الدخل ما يقارب ٤٣,٤٪ لعام ٢٠١٣ مقابل حوالي ٤٥,٦٪ في المصارف الإسلامية) علما بدخولها الحديث لقطاع المصارف الإسلامية المحلية.

ارتفاع نسبة القروض إلى الودائع؛ إلا أن راس المال القوي للمصرف يدعم الإقراض حقق مصرف الإنماء أعلى نسبة لصافي القروض إلى الودائع فيما بين المصارف المنافسة وذلك بما يقارب ١٠٥٪ في عام ٢٠١٣ وبأعلى من الحد الأعلى المقرر من مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) البالغ ٨٥٪. يوفر ارتفاع قاعدة رأس مال المصرف (رأس مال من الفئة الأولى بما يقارب ٣٥٪) مجالاً للحصول على فرص تمويلية في المدى البعيد. يتوقع أن تنمو قاعدة الودائع لدى مصرف الإنماء (معدل نمو سنوي مركب: ١٨١٪خلال أعوام ٢٠١٣-٢٠١٨ متوقع)، الذي سيساعد على تخفيض نسبة القروض إلى الودائع، لتصل إلى أقل من ١٠٠٪ في عام ٢٠١٥ (متوقع).

التنويع الجيد للمحفظة التمويلية باستثناء قطاع البناء والتشييد: تتألف المحفظة التمويلية للمصرف من قطاعات حكومية وشبه حكومية (بما يقارب ٢١٪ من اجمالي التمويل في عام ٢٠١٣)، وبالإضافة لذلك فلا زال قطاع البناء والتشييد يحتل حصة عالية من اجمالي التمويل حيث بلغت بما يقارب ٢٦٪ في عام ٢٠١٣. يتوقع أن تتراوح نسبة القروض غير العاملة (المتعثرة) ما بين ٠,٧٪ إلى ٠,٨٪.

أهم نقاط القوة والمخاطر لدى مصرف الإنماء: من إيجابيات مصرف الإنماء: هامش تمويلي جاذب، تكاليف تشغيلية منخفضة نسبياً، قاعدة قوية لرأس المال (الفئة الأولى لرأس المال- ٢٠١٣: ٣٥٪؛ ٢٠١٤ متوقع: ٣٢٪)، محفظة تمويلية متنوعة بشكل جيد (فيما عدا قطاع البناء والتشييد) وسيولة مرتفعة، وفي حين يتوقع بشكل كبير أن لا يعلن المصرف عن نسبة الأرباح الموزعة لعام ٢٠١٤، ويتوقع السعودي الفرنسي كابيتال أن يتم توزيع الأرباح خلال العام ٢٠١٥(ليكون بذلك العائد السنوي للربح الموزع إلى سعر السهم "الحالي" ١,١٪).

ملخص التوصية

التوصية	شراء
السعر المستهدف (ر.س.)	٢١,٠
التغير (٪)	١٢,٣٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق*	ر.س.	١٨,٧
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	٢٨,٠٥٠
عدد الأسهم القائمة	مليون	١,٥٠٠
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	١٨,٩٠
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	١٣,٠٠
التغير في السعر لآخر ثلاث شهور	٪	٢٥,٥
ربح السهم المتوقع للعام ٢٠١٤	ر.س.	٠,٩١
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	1150.SE	ALINMA AB

* السعر كما في ٣١ مارس ٢٠١٤.

بنية المساهمة (٪)

المؤسسة العامة للتقاعد	١٠,٥٪
صندوق الاستثمارات العامة	١٠,٠٪
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	١٠,٠٪

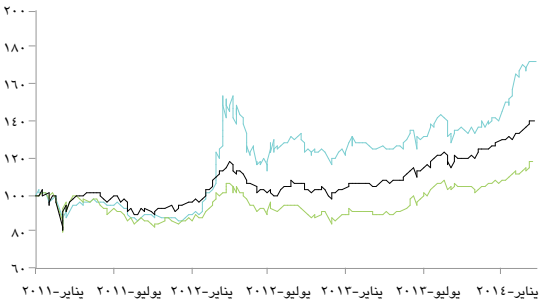
التقييم

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
مكرر الربحية (مرة)	٢٠,٤	١٦,٨
مكرر السعر إلى الربح قبل المخصصات (مرة)	١٨,٢	١٥,٠
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	١,٥	١,٤

أهم المؤشرات

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
العائد الى متوسط حقوق الملكية (٪)	٧,٨	٨,٨
العائد الى متوسط الأصول (٪)	٢,٠	٢,٠
الربح الموزع الى السعر (٪)	-	١,٢

حركة أسعار أسهم مصرف الانماء مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: تداول، بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال

السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل
هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

يتداول بتقييم مرتفع في الوقت الحالي

بداية تغطية بتصنيف "احتفاظ": نبدأ تغطيتنا لبنك الجزيرة (BJAZ AB/١٠٢٠) بتصنيف "احتفاظ" وبسعر مستهدف يبلغ ٣٩,٠ ر.س.، مما يعني احتمال تراجع سعر السهم بنسبة ٦,٧٪، حيث يتم تداول السهم بمتوسط توقعات لمكرر القيمة الدفترية للعام ٢٠١٤ يبلغ ١,٩ مرة (توقعاتنا لمكرر القيمة الدفترية للعام ٢٠١٤ البالغ ٢,٠ مرة)، ليكون بذلك تداوله أعلى من المصارف المشابهة في المملكة ودول مجلس التعاون الخليجي بمكررات قيمة دفترية ١,٥ مرة و١,٦ مرة على التوالي، ليكون بذلك احتمال أن يكون سعر السهم قد عكس النمو المتوقع لصافي الربح للعام ٢٠١٤ البالغ ١٤٪، وتحسن العائد على متوسط حقوق الملكية (متوقع للعام ٢٠١٤ بنسبة ١٢,٢٪ وللعام ٢٠١٥ بنسبة ١٣,٠٪، كما كانت لعام ٢٠١٢ بنسبة ١٠,٣٪)، مع احتمال وجود عوامل إيجابية في المستقبل مثل توزيعات أرباح وتخفيض تكلفة الحصول على الأموال (عن طريق حرية تحريك الودائع تحت الطلب) وتقديم معايير جديدة لكفاءة التشغيل (مثل معايير خفض التكاليف) قد تكون حافز إيجابي.

نمو الأرباح برقم مزدوج: من المتوقع نمو صافي التمويل لدى بنك الجزيرة برقم مزدوج (نمو متوقع بمعدل سنوي مركب خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ بحدود ١٣٪، و٢٠١٤ بحدود ١٥٪، و٢٠١٥ بحدود ١٤٪). نتوقع أن يكون التوسع في التمويل متوازناً بين قطاع الخدمات المصرفية للأفراد (افتتاح ما بين ١٠ إلى ١١ فرعاً جديداً خلال العام ٢٠١٤) وقطاع تمويل الشركات. نحن نتوقع نمواً في الأرباح بنسبة ١٦٪ وعائد على متوسط حقوق الملكية بنسبة ١٣,٦٪ خلال فترة التوقعات.

تكلفة الودائع مرتفعة مع وجود فرصة لتحسين التكاليف: مع انخفاض نسبة الودائع تحت الطلب التي تقارب ٤٠٪، فإن تكلفة الحصول على الأموال تكون مرتفعة بالمقارنة مع متوسط الودائع تحت الطلب في القطاع ٦١٪. من المرجح أن يتغير هذا الوضع مع هدف البنك الاستراتيجي بزيادة نسبة الودائع تحت الطلب إلى ٦٠٪ من اجمالي الودائع خلال فترة السنتين إلى الثلاث سنوات القادمة (توقع السعودي الفرنسي كابيتال: ٥٥٪). يعمل بنك الجزيرة في ظل ارتفاع قاعدة التكاليف، حيث بلغت نسبة التكلفة إلى الربح في العام الماضي ٥٧,٢٪ ومن المتوقع أن تصل إلى ٥٣,٩٪ خلال العام ٢٠١٤، بينما بلغت النسبة لدى المصارف الإسلامية المتخصصة المشابهة ٤٥,٦٪ في العام ٢٠١٣.

انخفاض الرسملة يمثل تحدياً، لكنه يتمتع بسيولة جيدة: لدى بنك الجزيرة قاعدة رأس مالية منخفضة نسبياً، حيث وصلت نسبة الشريحة الأولى من رأس المال في العام ٢٠١٣ ما نسبته ١٢,٢٪ (متوقع للعام ٢٠١٤: ١١,٩٪). من المتوقع أن تستمر نسبة صافي التمويل إلى الودائع حول معدل ٧٣٪، لتحقق الودائع نمواً بمعدل سنوي مركب يصل إلى ١٣٪ خلال فترة التوقعات، مما يعني وجود مساحة للنمو في جانب الأصول.

تحسنت جودة الأصول، لكن التعرض لمخاطر التمويل لتداول الأسهم يتطلب الحذر: تحسنت جودة الأصول لدى بنك الجزيرة بشكل ملحوظ خلال السنوات الأخيرة، ووصلت نسبة القروض المتعثرة ١,٢٪ في عام ٢٠١٣ بعد أن كانت ٧,٥٪ في عام ٢٠٠٩. نسبة التغطية الأساسية (بدون قيم التغطية) مناسبة، حيث بلغت ١٥٤٪ في العام ٢٠١٣. إن تعرضت المجموعة لتمويل المتاجرة بالأسهم (٢,٨ مليار ر.س.، ما يعادل ٨٪ من التمويل في العام ٢٠١٣) يتطلب الحذر. من جانب آخر، يبدو أن تعرض البنك لقطاع الإنشاء والتعمير (٦١٦ مليون ر.س.، ٢٪ من التمويل في العام ٢٠١٣) مقبولاً. نحن نتوقع أن ترتفع نسبة القروض المتعثرة خلال فترة التوقعات من العام ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ إلى ما بين ١,٥٪ و٢,٠٪، مع استمرار مستوى التغطية الأساسي بنسبة أعلى من ١٠٠٪.

أهم نقاط القوة والضعف: يتميز البنك بارتفاع مزيج الدخل من التمويل (متوقع أن يصل إلى ٦٨٪ في العام ٢٠١٤)، وارتفاع الدخل من الرسوم، ووجود فرصة لتيسير هيكل التكلفة مع نسبة سيولة مريحة نسبياً. تتمثل أهم المخاطر في انخفاض مستوى الرسملة مع ارتفاع تكلفة الحصول على الأموال والتعرض إلى تمويل المتاجرة في الأسهم.

ملخص التوصية

التوصية	احتفاظ
السعر المستهدف (ر.س.)	٣٩,٠
التغير (٪)	-٦,٧٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق*	ر.س.	٤٢,٠
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	١٢,٦٠٠
عدد الأسهم القائمة	مليون	٣٠٠
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٤٤,٠٠
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٢١,٤٠
التغير في السعر لآخر ثلاث شهور	٪	١١,٧
ربح السهم المتوقع للعام ٢٠١٤	ر.س.	٢,٤٨
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	1020.SE	BJAZ AB

* السعر كما في ٣١ مارس ٢٠١٤.

بنية المساهمة (٪)

شركه اتحاد الاخوة للتنمية	٦,٥٪
البنك الاهلي الباكستاني	٥,٨٪
صالح عبد الله محمد كامل	٥,٠٪

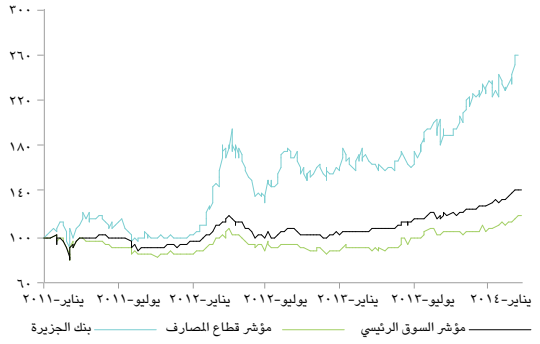
التقييم

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
مكرر الربحية (مرة)	١٦,٩	١٤,٢
مكرر السعر إلى الربح قبل المخصصات (مرة)	١٢,٧	١٠,٧
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٢,٠	١,٨

أهم المؤشرات

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
العائد الى متوسط حقوق الملكية (٪)	١٢,٢	١٣,٠
العائد الى متوسط الأصول (٪)	١,٢	١,٢
الربح الموزع الى السعر (٪)	-	١,٨

حركة أسعار أسهم بنك الجزيرة مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: تداول، بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال

السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل
هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

النمو بنسب أعلى

بدء التغطية بتوصية "إحتفاظ": نبدأ التغطية لبنك البلاد (ALBI AB/١١٤٠) بتوصية "إحتفاظ" وبسعر مستهدف ٤٦,٠ ر.س.؛ ما يعني وجود فرصة للسهم للارتفاع بنسبة ٨,٠٪. يتداول سهم بنك البلاد بمكرر قيمة دفترية يصل متوسط التوقعات له ٣,١ مرة لعام ٢٠١٤ (توقعات السعودي الفرنسي كابيتال: ٣,١ مرة) وهو بذلك أعلى بكثير من التوقعات لمكرر القيمة الدفترية للمصارف المنافسة في المملكة ودول مجلس التعاون الخليجي (١,٥ مرة: السعودية؛ ١,٦ مرة: دول مجلس التعاون الخليجي). بينما يمكن للتوقعات الإيجابية لنسب نمو صافي الأرباح برقم مزدوج لعامي ٢٠١٤ و٢٠١٥ التي بلغت في كليهما ١٧٪ وتحسن العائد الى متوسط حقوق الملكية (٢٠١٤ "متوقع": ١٥,٩٪ مقابل ١٥,٤٪ لعام ٢٠١٣) أن تكون قد انعكست على سعر سهم البنك، يتوقع أن تكون نسبة الربح الموزع إلى صافي الربح وإمكانية تحسن الكفاءة في إدارة العمليات عوامل تحفيزية إيجابية.

نسب نمو الأرباح برقم مزدوج: نتوقع استمرار النمو القوي في محفظة التمويل (٢٠١٤ "متوقع": ٢١٪؛ ٢٠١٥ "متوقع": ١٨٪) مع تعزيز التواجد المصرفي. يتوقع السعودي الفرنسي كابيتال ان تنمو محفظة التمويل لبنك البلاد بمعدل سنوي مركب يبلغ ١٦,٢٪ خلال فترة أعوام من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ ونمو سنوي مركب لكل من الأرباح والعائد السنوي الى متوسط حقوق الملكية بنسب ١٩,٣٪ و١٨,٤٪ على التوالي، خلال فترة التوقعات.

انخفاض تكلفة الودائع عامل إيجابي مع وجود فرص لتحسين التكاليف: تشكل الودائع تحت الطلب ذات التكلفة المنخفضة نسبة تقارب ٧٩٪ من إجمالي الودائع (مقابل ٦١٪ لنظام الودائع)، استمرار انخفاض تكلفة الحصول على الأموال (تراجع بمقدار ٧٥ نقطة أساس في عام ٢٠١٣) مما سيشكل ضغطاً على الهوامش. يعمل بنك البلاد ضمن تكاليف عالية (نسبة التكلفة إلى الدخل لعام ٢٠١٣: ٥٣,١٪؛ عام ٢٠١٤ "متوقع": ٥١,٤٪) ولديه الفرصة لتحسين التكاليف حيث تبلغ نسبة التكلفة إلى الدخل في المتوسط للمصارف الإسلامية المنافسة المتخصصة تبلغ ٤٥,٦٪.

تساعد كفاءة الرسملة والسيولة في دعم النمو: يتمتع بنك البلاد برأس مال قوي من الفئة الأولى وصل إلى ١٦٪ في العام ٢٠١٣ (١٥,١٪ متوقع للعام ٢٠١٤). من المتوقع ان تبلغ نسبة صافي التمويل إلى الودائع ما بين ٨٠٪ إلى ٨١٪ لتنمو الودائع بمعدل سنوي مركب ١٦,٣٪ خلال فترة التوقعات، التي بدورها تدعم نشاط محفظة التمويل.

التعرض لمخاطر قطاع التشييد والبناء على المدى القريب: تحسنت مؤخراً نوعية موجودات بنك البلاد مع وصول نسبة القروض المتعثرة إلى ١,٩٪ في عام ٢٠١٣ (ما يقارب ٥,٥٪ للعام ٢٠٠٩)، مع التغطية الكافية لمخصصات الخسائر (معدل التغطية: ١٩٤٪ في عام ٢٠١٣). على اي حال، فإن تعامل البنك مع قطاع التشييد والبناء من خلال التمويل بمبلغ ٣,٦ مليار ر.س. وذلك بما يقارب نسبة ١٥٪ من إجمالي تمويل البنك في عام ٢٠١٣، يعطي مؤشراً تحذيرياً، نظراً لتأخر تنفيذ المشاريع نتيجة لنقص الأيدي العاملة. من المتوقع ان تنخفض نسبة القروض المتعثرة إلى إجمالي قيمة التمويل إلى ما بين ٢,١ – ٢,٧٪ خلال فترة التوقعات وكما يتوقع استمرار ارتفاع نسب التغطية الأساسية إلى أكثر من ١٠٠٪.

أهم نقاط القوة والمخاطر لدى بنك البلاد: تعد كل من انخفاض تكلفة الحصول على الأموال ونمو مصادر الدخل من الرسوم وكفاءة الرسملة من اهم نقاط قوة بنك البلاد، اما اهم مخاطر البنك المحتملة فهي رفع الاسعار بشكل كبير خصوصاً في منتجات قطاع الخدمات المصرفية للافراد والتعرض لمخاطر قطاع التشييد والبناء.

ملخص التوصية

التوصية	احتفاظ
السعر المستهدف (ر.س.)	٤٦,٠
التغير (٪)	٨,٠٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق*	ر.س.	٤٢,٦
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	١٧,٦٠٠
عدد الأسهم القائمة	مليون	٤٠٠
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٤٨,٦٠
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٢١,٥٠
التغير في السعر لآخر ثلاث شهور	٪	٢٥,٧
ربح السهم المتوقع للعام ٢٠١٤	ر.س.	٢,١٤
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	1140.SE	ALBI AB

* السعر كما في ٣١ مارس ٢٠١٤.

بنية المساهمة (٪)

شركة محمد ابراهيم السبيعي واولاده	١٨,٥٪
شركة عبد الله ابراهيم السبيعي الاستثمارية	١١,١٪
عبد الرحمن صالح عبد العزيز الراجحي	٧,٠٪

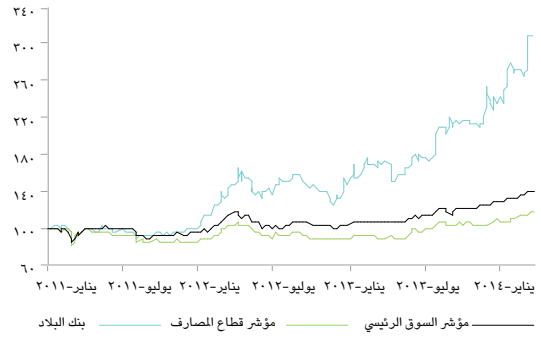
التقييم

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
مكرر الربحية (مرة)	٢٠,٦	١٧,٦
مكرر السعر إلى الربح قبل المخصصات (مرة)	١٦,١	١٣,٩
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٣,١	٢,٨

أهم المؤشرات

	٢٠١٤ متوقع	٢٠١٥ متوقع
العائد الى متوسط حقوق الملكية (٪)	١٥,٩	١٦,٨
العائد الى متوسط الأصول (٪)	٢,٢	٢,٢
الربح الموزع الى السعر (٪)	١,٧	٢,١

حركة أسعار أسهم بنك البلاد مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: تداول، بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال

السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل
هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

إطار العمل بالتوصيات

شراء: يوصي المحلل بشراء السهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أعلى من سعر السهم في السوق بنسبة ١٠٪ أو أكثر.

احتفاظ: يوصي المحلل بالاحتفاظ بالسهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أعلى أو أقل بنسبة ١٠٪ من سعر السهم في السوق.

بيع: يوصي المحلل ببيع السهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أقل بنسبة ١٠٪ أو أكثر من سعر السهم السائد في السوق.

معلومات الاتصال

دائرة الأبحاث والمشورة

Research&Advisory@FransiCapital.com.sa

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال

٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

الموقع الإلكتروني

www.sfc.sa

شركة السعودي الفرنسي كابيتال ذ.م.م.

سجل تجاري رقم ١٠١٠٢٣١٢١٧، صندوق بريد ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦،

المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي – الرياض

مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال، شركة محدودة المسؤولية؛ سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧، صندوق بريد: ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦ المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي – الرياض. شركة مرخصة وخاضعة لأنظمة هيئة السوق المالية السعودية بموجب الترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣).